

BRUNO FELIPE TOLEDO DE ANDRADE

**REGIME JURÍDICO DO ACIONISTA MINORITÁRIO EM
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

CURITIBA

2005

BRUNO FELIPE TOLEDO DE ANDRADE

**REGIME JURÍDICO DO ACIONISTA MINORITÁRIO EM
COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**

**Monografia apresentada como requisito
para conclusão do curso de bacharelado
em Direito da UFPR – Universidade
Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Carlos Joaquim de
Oliveira Franco.**

CURITIBA

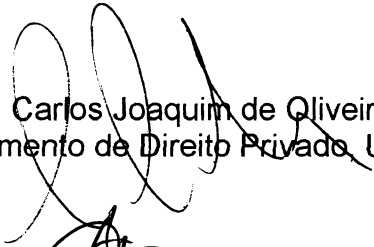
2005

TERMO DE APROVAÇÃO


BRUNO FELIPE TOLEDO DE ANDRADE

REGIME JURÍDICO DO ACIONISTA MINORITÁRIO EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do Curso de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Orientador: Prof. Dr. Carlos Joaquim de Oliveira Franco
Departamento de Direito Privado, UFPR



Prof. Dr. Carlos Eduardo Manfredini Hapner
Departamento de Direito Privado, UFPR



Prof. Dr. Edson Isfer
Departamento de Direito Privado, UFPR

Curitiba, 27 de outubro de 2005.

SUMÁRIO

RESUMO.....	5
INTRODUÇÃO.....	7
1. DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DA SOCIEDADE ANÔNIMA.....	11
2. CONCEITOS.....	14
2.1. Sociedade Anônima.....	14
2.2. Mercado de Capitais.....	17
2.3. Acionista: Maioria e Minoria.....	22
2.4. Controle.....	26
2.4.1. Controle propriamente dito.....	26
2.4.2. Alienação do controle acionário.....	29
3. DIFERENÇA ENTRE ACIONISTAS DA SOCIEDADE ANÔNIMA ABERTA E FECHADA.....	32
4. DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SEGUNDO O ART. 109 DA LEI 6.404/76.....	36
4.1. Participação nos lucros sociais.....	38
4.2. Participação no acervo da companhia, em caso de liquidação....	40
4.3. Fiscalizar a gestão dos negócios sociais.....	42
4.4. Preferência na subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição.....	44
4.5. Retirar-se da sociedade nos casos previstos em Lei.....	46
5. CASO DE CONFLITO ENTRE ACIONISTAS – LOJAS RENNER S/A.....	49
CONCLUSÃO.....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56

ANDRADE, Bruno Felipe Toledo de. **REGIME JURÍDICO DO ACIONISTA MINORITÁRIO EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO**. 2005. 56 p. Monografia de Conclusão do Curso de Direito (Bacharel) – Universidade Federal do Paraná - UFPR, Curitiba.

RESUMO

Trabalho de caráter científico, analisando o regime jurídico da Sociedade Anônima de capital aberto em relação aos acionistas minoritários, a atual legislação e o exercício de seus direitos. Para tanto, abordará o surgimento da Sociedade Anônima no Brasil e a sua legislação no século XX, a evolução do Mercado de Capitais e a sua importância para a economia nacional, bem como a posição do acionista minoritário perante o acionista controlador. Por fim, tratará da diferença entre a Sociedade Anônima Aberta e a Fechada e dos direitos assegurados aos acionistas no art. 109 da Lei 6.404/76 e a sua efetividade.

Palavras-chave: Acionista Minoritário, Acionista Controlador, Sociedade Anônima, Capital Aberto, Art. 109 da Lei 6.404/76, Direitos dos Acionistas, Abuso de Poder, Mercado de Capitais, Conflito entre Acionistas.

“O acionista é um tolo arrogante; tolo, porque nos dá seu dinheiro; arrogante, porque deseja ainda receber dividendos.”¹

Frase atribuída ao banqueiro Fürstenberg.

¹ BULGARELI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. Editora Pioneira. São Paulo. 1977. Prefácio.

INTRODUÇÃO

Com a implementação em 1997 da Mega Bolsa (sistema de negociação eletrônica da BOVESPA), e em 1999 do *Home Broker*, permitindo que o investidor por meio do site das Corretoras na Internet transmita sua ordem de compra ou de venda diretamente ao Sistema de Negociação da BOVESPA, facilitou-se a tão desejada participação do pequeno e médio investidor no mercado de ações. Porém, na maioria das vezes tais investidores não têm consciência dos riscos e dos eventuais direitos que possuem na condição de minoritários em uma sociedade anônima.

Com a entrada desse novo perfil de investidor, houve (aumentou) a necessidade de garantir os direitos desses novos acionistas minoritários², claramente hipossuficientes em relação aos majoritários, de modo a incentivar o desenvolvimento do Mercado de Capitais³ no Brasil. Como consequência desse desenvolvimento, temos o financiamento da atividade produtiva do país, a melhor alocação do capital em novos ramos de atividade econômica, a democratização da propriedade dos meios de produção, etc.

O Governo, observando os benefícios anteriormente apresentados, realizou ofertas públicas de venda de suas ações representativas do capital de empresas nas quais há participação da União. A análise que se pode fazer é a de que, até o momento, essa tem sido uma bem sucedida iniciativa para se aumentar a liquidez no mercado, já que mais ações passam a estar em circulação. Apesar disso, verifica-se que o que motiva os pequenos investidores a ingressar nesse mercado é a possibilidade de ganhos maiores comparativamente aos provenientes da remuneração dos fundos de investimentos bancários e dos depósitos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS, este último até com campanhas publicitárias massificadas, por parte do

² O conceito de minoritário para efeito de aplicação neste trabalho será definido em Capítulo próprio.

³ Será definido em Capítulo próprio neste trabalho.

Governo, para seduzir o trabalhador a assim proceder⁴.

É sabido que o Brasil não possui a mesma cultura americana de investimentos no mercado de ações. Se procurarmos pesquisar entre a população brasileira, mesmo entre as pessoas de nível superior, verifica-se que não há noção precisa do que vem a ser uma sociedade anônima e nem do que seja investir numa Bolsa de Valores. Nos EUA, a mentalidade de investimento no Mercado de Capitais é disseminada e permeia todas as classes sociais. O que se deve buscar no Brasil é precisamente uma mudança de cultura dos pequenos investidores de tal modo que todos os brasileiros se sintam confortáveis em aplicar no Mercado de Capitais e não receosos como se verifica na atual conjuntura.

No entanto, a mudança de cultura não se efetiva com a resolução dos problemas de mercado, tributários ou de circunstâncias econômicas. Tais problemas são incidentais e a sua solução, apesar de gerar crescimento imediato de recursos disponíveis para o Mercado de Capitais, não proporciona um crescimento sustentado, e, portanto, não incentiva um aumento no número de participantes no mercado de ações, sobretudo entre o segmento de investidores na qualidade de pessoas físicas.

Para tanto, é necessário dar a esses investidores a certeza de que os seus direitos de acionista serão respeitados pela sociedade⁵ e que eles estejam consubstanciados nos normativos positivados que regulam as relações societárias.

Para reforçar essa idéia, é importante citar o pensamento do economista Gregório Mancebo Rodriguez⁶:

⁴ PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. **A efetiva proteção jurídica dos minoritários como meio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. Monografia de final de curso. Brasília: UniCEUB, 2002. p. 3.

⁵ É necessário deixar claro que os direitos dos pequenos investidores, como atuantes do mercado acionário, não se confundem com os direitos que possuem como integrantes da minoria acionária junto à sociedade. Para os primeiros há a Lei 6.385/76 e para os últimos a Lei nº 6.404/76.

⁶ Retirado de artigo disponível em <http://www.animec.com.br>. O economista Gregório Mancebo Rodriguez é professor universitário e vice-presidente da Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais - Animec.

“Possuímos um arcabouço legal bastante adiantado no Brasil, constituído, basicamente, pela Lei das S.A e a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. Contudo, falhas na legislação para defesa dos interesses dos acionistas não minoritários - aliadas à cultura patrimonialista de boa parcela dos empresários nacionais e à concentração de poder propiciada pela estrutura de divisão do capital entre ações preferenciais e ordinárias - levam a inúmeras situações de confronto entre investidores controladores e minoritários. (...)

(...)Não obstante, para que possamos atrair novos investidores para o mercado acionário, é importante que o arcabouço legal seja mais objetivo com relação à defesa dos interesses dos acionistas minoritários. Devemos efetuar alterações pontuais em vários artigos da Lei das S.A e rever o posicionamento da CVM com relação às instruções sobre “abuso de poder” e “conflito de interesses”. As autoridades devem fazer cumprir os “contratos assinados”, pois a instabilidade legal é o maior inimigo dos investimentos de longo prazo. O mercado de capitais tem um papel importante no desenvolvimento da economia ao suprir os recursos necessários para investimentos. Contudo, sem regras claras e duradouras e um tratamento equânime para todos os investidores (principalmente os minoritários), estaremos novamente sujeitos a perder o barco da história.”

Os problemas acarretados pela posição de inferioridade das minorias, perante maiorias todo-poderosas e que abusam do poder majoritário em seu próprio interesse, não são recentes. Esses problemas, há muito tempo vem sendo detectados na prática e discutidos na doutrina, se bem que poucos fossem os que chegassem até nossos Tribunais.⁷

O Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940 (a antiga Lei sobre Sociedades por Ações), já fazia referência não só à proteção das minorias mas também consagrava alguns direitos que se entendem tipicamente da minoria, acenando com a possibilidade de que um grupo titular de um certo número de ações pudesse intervir na vida da sociedade, em defesa do interesse social, direta ou indiretamente.⁸

Com a introdução das modificações dada pela Lei 10.303/2001 e de diversas Instruções por parte da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, responsável por assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, bem

⁷ BULGARELI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. Editora Pioneira. São Paulo. 1977. p. 3.

⁸ BULGARELI, Waldírio. op. cit., p. 3.

como proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias, foi dado mais um passo na efetivação dos direitos dos acionistas minoritários. Mas é preciso lembrar que não basta a positivação de normas, deve haver também condições de exercício desses direitos para garantir a proteção jurídica prevista.

Esta monografia tem como objetivo analisar o regime jurídico do acionista minoritário nas companhias de capital aberto e a efetividade de seus direitos. Organiza-se de tal forma a contextualizar a atual situação do acionista, bem como definir o que vem a ser uma efetiva proteção jurídica. Também abordará a evolução dos direitos societários, o conceito de sociedade anônima, mercado de capitais, maioria e minoria acionária e o aspecto de controle numa sociedade anônima.

Por fim, analisará um caso de conflito entre acionistas com o intuito de exemplificar abusos de direito com lesão aos interesses dos minoritários e verificar o respeito (ou não) dos direitos assegurados pela lei.

No sentido de limitar o desenvolvimento do assunto, a monografia em questão abordará os direitos elencados no art. 109 da Lei 6.404/76, os assim chamados “direitos essenciais” dos acionistas.

Apesar de algumas vezes esse trabalho se referir somente à “Sociedade Anônima”, esta monografia trata da S/A de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão. No entanto, muitos conceitos são comuns as duas modalidades de sociedade (Sociedade aberta e fechada).

Antes de passar à análise efetiva de direitos do acionista minoritário, faz-se necessário abordar o desenvolvimento histórico das S/As e alguns conceitos que ajudarão na compreensão do trabalho.

1. DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DA SOCIEDADE ANÔNIMA.

Desde os primórdios da civilização o Homem reúne esforços com o objetivo de obter resultados econômicos. Esse esforço de duas ou mais pessoas com um fim econômico é um esboço do surgimento das primeiras sociedades comerciais.

No entanto, os primeiros documentos legislativos conhecidos, nos quais já se vislumbra a origem do direito societário, situam-se, no Direito Romano. Vestígios do contrato de sociedade podem ser identificados na indivisão, entre os herdeiros, do patrimônio constitutivo da herança, para o efeito de uma administração comum – sociedade familiar. Posteriormente ocorreriam as sociedades de publicanos, os quais tinham por escopo explorar atividades ligadas ao Poder Público, inclusive ao recolhimento de rendas do Estado.⁹

Mas foi na Idade Média que essas sociedades se aproximaram da configuração moderna, com a separação entre o patrimônio da sociedade e o dos sócios.

As primeiras companhias de comércio, com características semelhantes às das sociedades por ações, surgiram no início do século XVII com a exploração colonial. Com essa política colonialista e à concomitante formação do capitalismo mercantil, que visavam ao domínio da América, Índia e África, foi necessária a formação de grandes capitais com o concurso do Estado e da incipiente iniciativa privada. Formaram-se, então, poderosas sociedades, que delinearam as *sociedades por ações*¹⁰. A Companhia Holandesa das Índias Orientais teria sido a primeira dentre estas.

A Revolução Industrial, dois séculos após, faria da sociedade anônima o

⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. 8º ed. p. 1.

¹⁰ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2003. 23º ed. p. 3.

grande instrumento de sua realização. Com a criação da grande indústria e de seu processo de produção em massa, o capitalismo apropriou-se desse sistema para lhe proporcionar a incorporação de capitais de que tanto tinha necessidade para a sua constante expansão. As sociedades anônimas que surgiam, uma por uma, de privilégio real, concedido por carta ou patente real, começaram a debater-se no círculo fechado do poder estatal, procurando sua libertação¹¹.

Já a sociedade por cotas de responsabilidade limitada, teria surgido na última década do século XIX na Alemanha.

Segundo José Edwaldo Tavares Borba, o desenvolvimento da sociedade anônima passou por três sistemas distintos de formação:

a) Sistema dos Privilégios – vigorou nos séculos XVII e XVIII. Era uma sociedade anônima criada por um ato de governo. Não era a sociedade o fruto da vontade das partes, mas sim uma concessão do Estado aos interessados, através de um ato legislativo, que definia o regime especial daquela sociedade, não aplicável às demais.¹²

b) Sistema da autorização – nesse modelo, a sociedade era criada pelos interessados, mas sua criação dependia de uma autorização do Governo.

c) Sistema da livre criação – é o que vigora atualmente. São livremente criadas pelos seus fundadores, sendo apenas necessário o arquivamento dos atos constitutivos no Registro de Empresas.

Vale lembrar que, em razão do objeto, algumas sociedades necessitam de prévia autorização do Governo para funcionar. Esta autorização serve para verificar a regularidade dessas empresas e do atendimento das exigências legais destinadas ao resguardo do interesse público.

Como exemplo de sociedades dependentes de autorização legal podemos

¹¹ REQUIÃO, Rubens, op. cit., p. 4

¹² BORBA, José Edwaldo Tavares, op. cit., p. 131

citar as instituições financeiras, as empresas de serviços aéreos, de telecomunicações e as companhias seguradoras e de capitalização.

No Brasil, o primeiro texto normativo sobre a sociedade anônima foi o Decreto nº 575, de 10 de janeiro de 1849, no qual se adotava o sistema da autorização, sendo substituído em 4 de novembro de 1882, pela Lei nº 3.150, que implantou entre nós o sistema da livre criação¹³.

A partir do século XX, o Brasil já foi regido por três leis de sociedades anônimas.

A primeira foi o Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891, ainda do século XIX. Tem por base a atividade rural, uma industrialização incipiente e um comércio ativo.

Depois veio o Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, demonstrando uma fase de crescimento industrial com bases familiares ou individuais. Esta lei disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, introduzindo modificações aperfeiçoadoras dos institutos das sociedades anônimas, como a sociedade de capital aberto, o capital autorizado etc.

A terceira é a atual Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que corresponde a expansão do mercado de capitais e o surgimento das grandes empresas. Com esse novo cenário, verificou-se uma maior dissociação entre a propriedade das ações e o exercício do controle das sociedades, dispersão dos acionistas e o seu absenteísmo¹⁴.

Essa lei sofreu duas reformas. A primeira através da Lei nº 9.457/97, e a segunda com a Lei nº 10.303/01.

¹³ Segundo Rubens Requião, a “plena liberdade da constituição das sociedades anônimas foi instituída no Brasil pelo Decreto nº 8.821, de 30 de dezembro de 1882”. Por serem diversas as leis que abordaram *matérias societárias*, cada autor interpreta e dá sua devida importância as mesmas segundo seu próprio entendimento.

¹⁴ BULGARELI, Waldírio. op. cit., p. 5.

2. CONCEITOS.

2.1. SOCIEDADE ANÔNIMA.

Recordo-me uma vez quando meu pai, ao ver o valor da conta do telefone, disse que era um absurdo o que lucravam essas companhias telefônicas. Apesar de concordar com ele sobre o elevado valor do serviço prestado, respondi que se ele quisesse “lucrar junto com essas companhias”, bastaria ele entrar num *site* de uma sociedade corretora, se cadastrar, comprar a ação dessa companhia e esperar a distribuição dos dividendos¹⁵.

A história narrada no parágrafo anterior mostra como a sociedade anônima¹⁶ (de capital aberto, principalmente), é um eficaz instrumento do capitalismo que permite à poupança popular participar dos grandes empreendimentos (apesar de nem sempre ser assim), sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida. Outra facilidade desse tipo de sociedade, em contraposição às sociedades de pessoas, é a possibilidade dos sócios negociarem seus títulos livremente, sem necessidade de consentimento dos demais sócios, conferindo mobilidade e liquidez ao capital investido na empresa.

Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, tornando-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para o seu predomínio, sem o qual

¹⁵ Segundo Rubens Requião, o dividendo é a parcela de lucro que corresponde a cada ação. Verificado o lucro líquido da companhia, pelo balanço contábil, durante o exercício social fixado no estatuto, a administração da sociedade deve propor à assembléia geral o destino que se lhe deva dar. Se for esse lucro distribuído aos acionistas, tendo em vista as ações, surge o dividendo.

¹⁶ As expressões sociedade anônima e companhia são sinônimas, havendo a tendência de qualificar como “companhia” as de capital aberto.

não se poderia conceber sua expansão¹⁷.

A Lei 6404/76 nos oferece o seguinte conceito de sociedade anônima:

“A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Em cima desse conceito, podemos extrair quatro características básicas das S/A de capital aberto¹⁸:

a) é sociedade de capitais – suas ações são transferíveis, podendo o estatuto impor limitações à transferência, desde que não impeça a negociação;

b) é sempre empresária – ao contrário das outras formas societárias, que poderão ou não ser empresárias;

c) o seu capital é dividido em ações transferíveis pelos processos aplicáveis aos títulos de crédito – é através das ações que se materializa a participação dos sócios;

d) a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas – o acionista responde apenas pela integralização do preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir. Integralizada a ação, ou seja, pago o seu preço, encontra-se o acionista liberado de qualquer exigibilidade adicional.

Como espécies de sociedades anônimas temos as de capital aberto e a de capital fechado. A própria lei 6.404/76, em seu art. 4º, tratou de conceituá-las. Segundo este artigo, a companhia é aberta ou fechada, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão. Portanto, a companhia aberta, para ser assim considerada, necessita estar admitida à negociação em bolsa ou mercado de balcão. Já a sociedade de capital fechado é aquela que não conta com essa admissão.

Há uma tendência de ser companhia aberta um tipo ideal de grande empresa

¹⁷ BULGARELI, Waldírio. op. cit., p.7.

¹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares, op. cit., p. 141.

moderna¹⁹ e deixando as pequenas e médias como sendo as sociedades fechadas. Porém, nada impede a existência de uma pequena sociedade anônima aberta.

Outra peculiaridade da companhia aberta é a sua sujeição a normas mais rígidas, a publicidade mais acentuada e a constante fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários – CVM²⁰.

Para haver a admissão de seus valores mobiliários às negociações de mercado é necessário que a companhia aberta faça o registro da empresa na CVM (art. 21 da Lei nº 6.385/76), tanto para negociação em Bolsa, como para negociação em mercado de balcão. Também é permitido a CVM classificar as companhias abertas em categorias, fixando a cada uma exigências diversas.

O seguimento de listagem denominado Novo Mercado é um exemplo. No Novo Mercado, serão admitidos à negociação os Títulos e Valores Mobiliários de emissão de sociedades anônimas que obedeçam a regras específicas de proteção dos minoritários.

Essas companhias podem ingressar no Novo Mercado nos níveis 1 ou 2, dependendo do conjunto de regras que a companhia venha a adotar. Como explica Pereira Filho,

“as Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são: 1) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital; 2) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; 3) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; 4) cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; 5) divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options; 6) disponibilização de

¹⁹ REQUIÃO, Rubens, op. Cit., p. 32.

²⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares, op. cit., p. 147.

um calendário anual de eventos corporativos.”²¹

Já para a classificação como Companhia Nível 2, além da aceitação das obrigações contidas no nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários, como:

“1) mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração; 2) disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS; 3) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais; 4)Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo; 5) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível; 6) Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.”²²

A simples formalidade do registro, mesmo que não haja nenhum título ido ao mercado, já transforma a sociedade anônima fechada em companhia aberta, gozando de prerrogativas e sofrendo os ônus dessa condição jurídica.

Caso a CVM perceba que a sociedade não promoveu a colocação efetiva de seus títulos no mercado, poderá ela cassar a condição de companhia aberta.

2.2. MERCADO DE CAPITAIS.

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Apesar de mais rotineiramente haver referências ao chamado Mercado de Capitais, estamos tratando

²¹ PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. op. cit., p.22.

²² PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. op. cit., p.23.

do Mercado de Valores Mobiliários.

O jurista Roberto Quiroga Mosquera²³, apresenta alguns princípios que regem o denominado Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. Dentre estes, os princípios que estão mais ligados especificamente ao Mercado de Valores Mobiliários são:

a) Proteção da mobilização da poupança nacional: o conjunto de normas jurídicas que regulamentam o mercado de capitais deve viabilizar a adequada mobilização da poupança nacional para os carentes de recursos.

b) Proteção da economia popular: embora os agentes procurem ser bem sucedidos em suas atividades, isso nem sempre ocorre, de modo que os fluxos de capitais são interrompidos e atinge-se a economia popular, que deve ser protegida.

c) Proteção da estabilidade da entidade financeira: como as entidades financeiras exercem o papel fundamental de circulação de capitais, sem elas, não pode haver mercado de capitais. A legislação deve, portanto, evitar quebras de entidades financeiras, pois isso prejudica os clientes.

d) Princípio da proteção da transparência de informações: todos aqueles que têm interesse em realizar investimentos no mercado de capitais devem dispor das mesmas informações, a fim de evitar que alguns sejam beneficiados em detrimento dos demais.

Os principais títulos negociados no Mercado de Valores Mobiliários são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers*²⁴ —, que permitem a circulação de capital para custear o

²³ MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais” in *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263 a 270.

²⁴ Espécie de Nota promissória emitida por uma empresa no mercado local ou externo; para captar recursos de curto prazo. O emitente do *Commercial Paper* promete pagar ao comprador (investidor) uma soma de valor fixo em data futura, preestabelecida. Tipicamente, é emitido para

desenvolvimento econômico.

O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação.

Segundo o artigo 2º, da lei nº 6.385/76, os valores mobiliários sujeitos ao seu regime são:

“Art. 2º (...):

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

financiar itens do "ativo circulante de curto prazo" de uma empresa, como contas a pagar e variações de estoques, sendo algumas das principais finalidades e vantagens da sua emissão o levantamento de recursos visando obter descontos de fornecedores, o empréstimo de capitais ou o levantamento de recursos a taxas mais baixas do que as cobradas pelos bancos, a ampliação do mercado, o aumento da competição neste, maior flexibilidade operacional para as empresas e a diminuição da dependência do sistema bancário.

§ 2o Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.”

O professor Modesto Carvalhosa considera que esse grande número de atribuições foi implementado de forma inadequada, podendo comprometer a legitimidade de atuação da CVM, pois se gera conflito de competências causador de dupla ou de contraditória regulação, pois anteriormente muitas dessas funções eram reservadas ao Banco Central do Brasil²⁵.

Todas as atividades referentes a valores mobiliários e todos aqueles que estão envolvidos com estas atividades compreendem o mercado de valores mobiliários e submetem-se à disciplina e fiscalização da CVM. A Lei 6.385/76 em seu art. 15²⁶ arrola alguns agentes ou instituições que atuam no Mercado de Valores Mobiliários. No entanto, quando nos referimos a agentes de mercado, estaremos apontando pessoas físicas ou jurídicas que atuem comprando e vendendo ações em mercado; os investidores do Mercado de Capitais, portanto.

É comum encontrarmos a caracterização do mercado de valores mobiliários, também denominado de mercado de capitais, como aquele no qual as operações são normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou por meio de intermediários financeiro não-bancários, diferenciando-se, do mercado financeiro, no qual os bancos atuam como parte na intermediação, interpondo-se entre aqueles que

²⁵ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 446.

²⁶ Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

dispõem de recursos e aqueles que necessitam de crédito²⁷.

Com o intuito de proteger o mercado de capitais, foi atribuída a CVM a competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado. As penalidades que a CVM pode aplicar são: advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo, suspensão ou cassação da autorização ou do registro, e proibição temporária por prazo determinado, tanto para a prática de atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição, como para atuar como investidor²⁸.

Além do mais, a Lei nº 6.404/76, prega que a pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, em virtude de infração a regras, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. Além disso, a Lei nº 7.913/89 prevê que, sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público pode adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais; uso de informação privilegiada; ou omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa, entre outras hipóteses.

Tendo em vista que o mercado de capitais é um ambiente de negócios extremamente dinâmico, a regulamentação de suas atividades deve acompanhar de perto sua evolução, de forma a permitir o constante aperfeiçoamento das instituições, dos profissionais, das companhias e fundamentalmente proporcionar proteção aos investidores.

²⁷ PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. op. cit. p. 21.

²⁸ ANDREZO, Andrea Fernandes. **A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. I Concurso de Monografia CVM.** 1999. p. 10.

2.3. ACIONISTA: MAIORIA E MINORIA.

O acionista²⁹ é todo aquele, pessoa física ou jurídica, que é titular de ações de uma sociedade anônima³⁰.

A mesma classificação dos acionistas é repetida constantemente por diversos autores especializados. Eles se referem a classificação criada pelo financista José de La Vega, em Amsterdã, no século XVII.

Segundo Rubens Requião, essa classificação identifica as espécies de acionistas conforme suas pretensões:

“(...) o **acionista-rendeiro** pretende das ações apenas uma renda permanente, objetivando em sua carteira acionária a constituição de um patrimônio rentável. As ações, para ele, nada mais são do que “papéis de renda variável”, em contraposição às letras de câmbio financeiras ou aos “títulos da dívida pública”, que são papéis de renda fixa. O **acionista-especulador** mais se preocupa com os pregões da bolsa, onde pretende lucros imediatos, pouco se importando em usufruir dividendos ou direitos, pois visa apenas aos resultados de sua especulação. O **acionista-empresário** não se preocupa senão com a prosperidade da empresa que lhe dá poder e, sobretudo, influência social. Este último é o gênio da empresa moderna, e pretende manter, a todo custo, a posição de controle, vale dizer, de domínio da companhia³¹.”

É importante que a lei societária vigente tente equilibrar a atividade desses acionistas e seus interesses. Deve-se proteger o acionista-rendeiro, ausente das assembleias, das investidas dos demais. Fiscalizar o acionista-especulador, atuante no mercado de capitais, através de órgãos oficiais como a CVM. Impedir que o acionista-empresário locuplete pessoalmente oportunidades que os negócios sociais possam lhe

²⁹ O art. 1º da Lei 6.404/76 refere-se aos “sócios ou acionistas”. Segundo Rubens Requião: “É elementar que a designação de sócio se apresenta genérica, e traduz a idéia da pessoa que se associa com outrem, juntando seus cabedais, para constituir a sociedade mercantil, ao passo que acionista se aplica especificamente ao membro da sociedade anônima ou companhia” - op. Cit., p. 135.

³⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares, op. cit., p. 329.

³¹ REQUIÃO, Rubens, op. cit., p. 136.

oferecer, bem como fixar responsabilidades e limitar seus abusos.

Apesar de tudo, todas essas categorias de acionistas são importantes para o desenvolvimento de uma companhia aberta. O que seria de uma companhia sem a administração correta e eficiente do acionista-empresário, prestigiando os papéis emitidos. A ausência do acionista-rendeiro com certeza faria com que a S/A aberta perdesse seu sentido, pois se não fosse o seu interesse em auferir rendimentos, não haveria o capital para o financiamento da atividade produtiva. E se por acaso não existisse o acionista-especulador, o mercado não teria liquidez em seus papéis e muito menos as altas valorizações das empresas bem administradas e lucrativas, tornando o mercado de capitais um ambiente fraco e medíocre.

Por sua dinâmica, o mercado de capitais permite que haja uma grande dispersão das ações na posse de uma vasta massa de acionistas. Essa dispersão acaba criando as chamadas “minorias acionárias”, que se encontram numa situação de inferioridade perante àqueles que detêm os votos necessários para valer sua força nas assembléias e, desse modo, obter o poder de controle da sociedade anônima.

A separação verificada nas sociedades anônimas modernas entre a propriedade das ações e o poder de controle, acentuou o problema da proteção às minorias³².

Porém, para que não haja nenhuma confusão, é necessário compreender exatamente o que é “maioria” e “minorias” acionária, juntamente com o conceito de “controle”, como algo destacável e isolado do conceito de ações.

O entendimento dos termos “acionista majoritário” e “acionista minoritário” induzem não raramente a enganos. A minoria quantitativa ou numérica dos acionistas é geralmente a que tem poder de aprovar em assembléia, enquanto que a maioria quantitativa não o possui. Assim, via de regra, ao se referenciar a “maioria” na sociedade anônima, está se atingindo a um ou a pequeno grupo de acionistas que

³² BULGARELI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. Editora Atlas. São Paulo. 10º edição. 1998. p. 236

controla a sociedade, enquanto a “minoria” representa o grande conjunto de sócios que não participa da condução dos negócios sociais, sejam eles preferencialistas ou detentores das ações com direito a voto ou ordinárias e que, muitas vezes, possuem juntos uma quantidade de ações superior a chamada “maioria”.

Isso decorre da possibilidade de alguém assumir o controle da companhia com uma quantidade de ações inferior a 50% mais um (1) do total das ações emitidas. E é isso que justamente ocorre nas grandes empresas modernas.

Não é raro um dos sócios adquirir o controle acionário da companhia com um total de ações inferior a 15% das ações emitidas. Se compararmos com os EUA, onde não existem as chamadas ações preferenciais sem direito a voto, a situação brasileira se agrava. O próprio sistema jurídico nacional permite a emissão de ações preferenciais sem direito a voto num montante de até 50% do total (art. 15, § 2º da Lei 6.404/76), o que acaba facilitando a aquisição do controle acionário com um percentual reduzido de ações.

Supondo que na companhia exista quantidade de ações preferenciais no percentual de 50% do total, verifica-se a possibilidade de haver controlador que precise dos votos de apenas 25% das ações da empresa, ou seja, metade (mais uma) das ações com direito a voto. Com a redação anterior à Lei nº 10.303/01, exigia-se menor percentual (16,7%) para se exercer o controle, já que se admitia até 2/3 do capital representado por ações preferenciais. Este exemplo leva em consideração a aquisição da maioria absoluta das ações votantes, portanto, se levarmos em consideração que numa grande companhia moderna há uma grande dispersão das ações, esse percentual de 25% tende a cair muito.

Não se pretende aqui fazer uma crítica negativa as ações preferenciais. Estas surgiram da própria atitude dos acionistas minoritários que, por não se interessarem pela administração da companhia, não exerceram seu direito ao voto nas assembléias, criando um grande número de ausentes.

Para evitar isso, surgiram as ações preferenciais, que resolveu o problema

das abstenções eliminando o direito ao voto do acionista. Em troca, o acionista preferencial recebeu algumas garantias e benefícios em relação aos demais acionistas que, na visão deles, são mais interessantes que o direito ao voto.

Enfim, reafirmando a idéia, a chamada proteção às minorias é a proteção das maiorias, pois constituem-se as minorias no maior número de acionistas e de ações, em termos quantitativos³³.

Os acionistas minoritários, especialmente os individuais, representam o elo mais fraco nesta relação. Requerem, conseqüentemente, certo grau de proteção, tanto no mercado, enquanto investidores, quanto na empresa, enquanto acionistas. Procura-se evitar abusos contra os acionistas, mas não os proteger de seus próprios erros. No mercado de ações, o investidor deve ser soberano³⁴.

Essa proteção não deve ser, entretanto, entendida como paternalismo. Não se pode permitir que o acionista minoritário rompa a barreira da igualdade. O equilíbrio deve predominar e é fundamental na vida societária. Nesse sentido, Fernão Justen de Oliveira escreve:

“O equilíbrio entre acionistas presume deles a permanente conduta de boa-fé. A destruição do equilíbrio pelo acionista minoritário ocorrerá quando a invocação de seus direitos específicos importar em obtenção de vantagem maior do que anormalmente sua participação societária permitiria, com imediata desvantagens para a sociedade. ou, pelo ângulo de direitos instrumentais, havendo automático prejuízo do direito reflexo do controlador, impedindo-o de desenvolver em toda a extensão e quando autorizado a tanto, o poder-dever que o caracteriza.”³⁵

Segundo o entendimento de Francisco Lúcio, deveria-se, na verdade, “utilizar os termos ‘acionistas controladores’ para designar os ‘majoritários’ e

³³ BULGARELI, Waldírio. op. it., p. 237.

³⁴ MEDEIROS, Paulo de Tarso. **O que é o mercado de ações**. Rio de Janeiro, Coleção Bolsa de Valores, 1987, 3ª edição, 175 p.

³⁵ OLIVEIRA, Fernão Justen de. **Abuso de Direito do Acionista Minoritário**. Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre. Curitiba, 1997. p. 142-143.

‘acionistas não-controladores’ para indicar os que não participam do comando da companhia, sejam ou não proprietários de ações com direito de voto”³⁶.

Porém, o que é **controle**? No tópico seguinte abordaremos o aspecto de “controle” numa sociedade anônima.

2.4. CONTROLE.

2.4.1. Controle propriamente dito.

Controle é poder. “O controle é um produto característico do sistema de sociedade anônima”³⁷.

Segundo o art. 116 da Lei 6.404/76 é acionista controlador “a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Fábio Comparato levanta uma questão:

“Mas por que a maioria deve comandar? Parte-se, sem dúvida, do postulado de que a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido de prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesse.”³⁸

Observa-se que exercer o controle não se confunde com tê-lo como

³⁶ PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. op. cit. p. 15.

³⁷ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo. Editora Abril Cultural, 1984. p. 85.

³⁸ COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 3º edição revista atualizada e corrigida. Rio de Janeiro. Ed. Forense, 1983. p. 43.

propriedade. O poder de controle³⁹ decorre de fazer valer sua opinião na assembléia geral, “pois é ela o órgão primário ou imediato da corporação, que investe todos os demais e constitui a última instância decisória”⁴⁰.

Sobre isso, Berle e Means, em sua célebre obra “A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada” (*The modern corporation and private property*), escreve:

“À medida que a riqueza em ações foi-se dispersando amplamente, a propriedade dessa riqueza e o controle sobre ela deixaram cada vez mais de estar nas mesmas mãos. No sistema de sociedade anônima, o controle sobre a riqueza produtiva pode ser e está sendo exercido com um mínimo de interesse desse tipo. Propriedade da riqueza sem um controle apreciável e controle da riqueza sem uma propriedade apreciável parece o resultado lógico do desenvolvimento das sociedades anônimas.

Essa separação de funções nos obriga a reconhecer o “controle” como algo independente da propriedade, por um lado, e da administração, por outro.”⁴¹

O controle pode advir de cinco tipos principais, embora não exista uma linha demarcatória nítida que os separe⁴²: 1) controle através da propriedade quase total; 2) controle majoritário; 3) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; 4) controle minoritário; e 5) controle administrativo.

Neste trabalho, por abordar tão somente as companhias abertas e a proteção ao acionista minoritário, nos atentaremos ao controle majoritário, minoritário e, com menor interesse, o administrativo.

Deixaremos de lado o controle por meio da propriedade quase total, por esta ser característica de uma companhia fechada, bem como o controle por meio de

³⁹ Fábio Konder Comparato, em sua obra “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, divide o controle em “interno e “externo”. Para efeito desse trabalho só abordaremos o “controle interno” que, segundo o próprio Comparato, é “aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade”.

⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder. op. cit. p. 37.

⁴¹ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. op. cit., p. 85.

⁴² BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. op. cit., p. 85-86.

mecanismo legal, por ser uma forma mais complexa de obter o controle, o que acabaria prolongando muito este trabalho.

O controle majoritário ocorre quando a propriedade da maioria das ações nas mãos de um único indivíduo ou pequeno grupo, dando a esse “grupo virtualmente todos os poderes legais de controle que teria um único proprietário da empresa”⁴³. Esse tipo de controle não ocorre em grandes empresas, pois o investimento necessário à propriedade majoritária seria extremamente dispendioso.

Já o controle minoritário se dá quando “um indivíduo ou pequeno grupo possui uma participação em ações suficiente para estar em condições de dominar uma empresa por meio de sua participação em ações”⁴⁴. Se baseia, geralmente, na capacidade de atrair procurações de acionista dispersados somadas com a participação minoritária substancial para controlar a maioria de votos nas eleições anuais. Quanto maior a companhia e mais dispersa forem as ações, mais favorável é o cenário para um controle minoritário.

Por último, tem-se o controle administrativo. Nessa última modalidade, a propriedade das ações se encontra tão dispersa que nenhum acionista isoladamente possui a fração de 1% das ações. Dessa maneira, nenhum acionista isoladamente consegue fazer pressão na administração para fazer valer seus interesses bem como para conseguir a maioria dos votos necessários ao controle. O controle se dá através de um comitê de procuradores que são eleitos pela administração vigente⁴⁵.

Em função do tamanho do Mercado de Capitais brasileiro, a modalidade de controle administrativo é pouca, ou nem vista, no cenário nacional.

⁴³ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. op. cit., p. 86

⁴⁴ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. op. cit., p. 92. Diz-se que esse grupo tem um “controle operacional” da companhia.

⁴⁵ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. op. cit., p. 94-98.

2.4.2. Alienação do controle acionário.

Ao definir alienação de controle na sociedade aberta, a lei⁴⁶ considerou como sendo a transferência ou cessão de direitos relativos aos títulos que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade, de forma direta ou indireta, condicionada à prévia autorização da CVM. Os títulos que a lei se refere são: a) ações integrantes do bloco de controle; b) ações vinculadas a acordos de acionistas; c) valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto; d) direitos de subscrição de ações; e) direitos de outros títulos; e f) direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações.

Quando se trata de alienação direta, temos que é a modalidade mais comum de mudança de controle em nosso país. Ela ocorre quando o acionista controlador, ou grupo vinculado por acordo de acionistas, transfere o bloco de controle, ou seja, o montante de ações que lhe assegura o poder de controle, de sorte que o adquirente assume a posição de novo acionista controlador.

O controle acionário direto constitui uma modalidade de poder própria da estrutura interna de uma companhia.

No que diz respeito a alienação indireta, o controle acionário de uma companhia pode ser exercido de forma indireta quando a fonte do poder de controle é constituída pelas relações de participação entre duas ou mais sociedades. No caso, a relação de poder não é parte da estrutura interna de uma companhia, mas de um grupo de sociedades, de fato ou de direito; o poder de controle deriva-se de relações societárias entre as companhias e é exercido indiretamente, através dos órgãos sociais de outra companhia.

A Lei das S/A reconhece a existência do controle indireto, ao dispor o seu art. 243, 2º, que:

“Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de

⁴⁶ Art. 254-A, § 1º da Lei 6.404/76.

outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.”

Temos também um outro tipo de alienação que não é muito usada, trata-se da alienação em etapas. Destina-se principalmente à alienação do controle que se realiza em etapas, ou seja, ao longo do tempo, numa sequência encadeada de operações que resultam na alienação do controle. Assim, por exemplo, o interessado pode adquirir no mercado um pequeno volume de ações; depois subscreve debêntures conversíveis em ações; em seguida adquire direitos de subscrição de ações, ou bônus de subscrição; depois compra mais ações, até alcançar uma posição acionária que lhe assegure o poder de controle.

No entanto, o *caput* do art. 254-A, obriga o adquirente do controle da companhia a realizar uma oferta pública de aquisição das ações (OPA) com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhe assegurar o preço no mínimo igual a 80% do preço pago pela ação integrante do bloco de controle.

Segundo José Edwaldo Tavares Borba, “o bloco de ações representativo do controle significa um instrumento de poder, uma vez que, além do direito de participar da sociedade, traz consigo o comando da empresa; vem daí o sobrevalor que o acompanha”⁴⁷.

A Instrução Normativa CVM nº 361, em seu art. 29⁴⁸, regula a OPA para a alienação de controle. Entre outras informações, esclarece essa Instrução Normativa que o prazo para registro da OPA é de trinta dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle e que poderá a CVM impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter

⁴⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. op. cit., p.520.

⁴⁸ Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

Figura interessante presente nessa Instrução Normativa (art. 30) é o pagamento de um prêmio aos acionistas minoritários destinatários da OPA equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Isto é, em vez de vender suas ações pela OPA, poderá o acionista minoritário permanecer como acionista e receber um prêmio equivalente a diferença entre o valor oferecido pela OPA e o valor de mercado⁴⁹ da ação.

Vale ressaltar que a regra presente no art. 254-A, que garante o pagamento ao acionista minoritário de um valor equivalente a no mínimo a 80% do valor pago as ações do acionista controlador, já existia anteriormente na Lei 6.404/76. No entanto, a Lei nº 9.457/97 retirou essa garantia, pois naquele momento o país estava passando por um período de desestatização, o que inviabilizaria a privatização de diversas companhias se os futuros adquirentes tivessem que arcar com o custo da extensão aos demais acionistas do preço pago as ações do bloco controlador.

Mas a Lei nº 10.303/01 trouxe de volta o benefício da oferta pública para aquisição de ações pelo acionista controlador, porém, com algumas mudanças. Antes o artigo garantia o tratamento igualitário entre todos os acionistas, devendo ser oferecido aos demais acionistas o mesmo valor pago ao acionista controlador. Já a nova redação prega que esse valor tem que ser de no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco controlador.

⁴⁹ Art. 30 - § 2º Por valor de mercado, para efeito da apuração do prêmio a que se refere o *caput*, entender-se-á a cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação do controle.

3. DIFERENÇA ENTRE ACIONISTAS DA SOCIEDADE ANÔNIMA ABERTA E FECHADA.

A Lei 6.404/76 não faz nenhuma diferenciação explícita entre os acionistas da sociedade aberta e fechada. No entanto, é possível perceber que, em certos casos, a lei confere um tratamento diferenciado às duas classes.

Como um exemplo desse tratamento diferenciado podemos citar o prazo para convocação para a assembléia geral. Na companhia fechada, esse prazo é de oito dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio e, não se realizando a assembléia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de cinco dias. Já na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de quinze dias e o da segunda convocação de oito dias, ou seja, um prazo mais extenso que da companhia fechada⁵⁰.

O possível motivo dessa diferenciação por parte do legislador em relação a esse prazo seja o maior número de acionista que uma companhia aberta normalmente tem em relação a uma companhia fechada, sendo necessário um período maior para que todos tomem ciência da assembléia.

Outra diferenciação diz respeito à divulgação do balanço aos acionistas. O art. 176, em seu § 6º, diz que a companhia fechada, com patrimônio líquido, na data do balanço, não superior a um milhão de reais, não será obrigada à elaboração e publicação da demonstração das origens e aplicações de recursos.

Mas talvez a maior diferenciação entre o acionista da companhia de capital aberto e o acionista da companhia de capital fechado é que os primeiros se encontram sob a proteção da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

Além de um acionista, é o titular de ações de uma companhia aberta também um investidor. Segundo o art. 4º, inciso IV da Lei 6.385/76, cabe a CVM proteger os

⁵⁰ Segundo o art. 124 da Lei 6.404/76.

titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários, bem como fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório (segundo o art. 8º, inc. V).

Esse controle e fiscalização por parte da CVM se estende também à alienação de controle. Na sociedade anônima fechada, a alienação de controle sempre se processou normalmente, sem qualquer interferência de órgãos governamentais. Já no caso da sociedade anônima aberta, como visto anteriormente neste trabalho em Capítulo próprio, a alienação de controle necessita de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários

Desse modo, por estarem as companhias abertas sob a fiscalização da CVM, estas são obrigadas a cumprir um protocolo mais rígido em relação a administração da companhia, dando uma maior segurança aos acionistas minoritários.

Por fim, outra diferenciação importante, esta de caráter subjetivo, é o *affectio societatis* entre os sócios presente na sociedade fechada.

Do ponto de vista formal não se reconhece a *affectio* em sociedades anônimas uma vez que essa estrutura societária consistiria, necessariamente, em uma sociedade de *capitas*. Parte-se da premissa de que, como "o colégio de acionistas pode ser total ou parcialmente substituído ou modificado pela simples transferência de ações"⁵¹ a sociedade anônima seria, necessariamente, uma sociedade de capitais, pouco importando as pessoas de seus sócios para a consecução do objeto social, o que demonstraria seu caráter institucional, revelando-se, pura e simplesmente, de uso para o desenvolvimento da grande empresa.

⁵¹ CARVALHOSA, Modesto **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. V. 2. Editora Saraiva. São Paulo. 1997, vol. 1, pág 5.

No entanto, essa definição trata o assunto vislumbrando uma sociedade anônima idealizada, utilizando como parâmetro a grande sociedade anônima com capital pulverizado em bolsa (sociedade aberta), onde a gerência é conduzida por profissionais sem a interferência direta dos proprietários, tratando-se, em verdade, de uma verdadeira instituição. A sociedade anônima fechada, ao contrário, "é constituída essencialmente *cum intuitu personae*, para cuja formação não se prende, exclusivamente, à constituição do capital, mas também, e, sobretudo, a qualidade pessoal dos sócios ou acionistas"⁵²

Nesse sentido, Modesto Carvalhosa, em parecer que tinha por objetivo verificar se uma sociedade (fechada) poderia ser tida como sociedade de pessoas, destaca ele elementos que podem servir para apurar a existência do *intuitu personae* em determinadas sociedades anônimas:

"(...) Enquanto as sociedades abertas têm nitidamente um caráter institucional, estando submetida a uma série de controles administrativos sobre sua organização e funcionamento, nas sociedades fechadas ressalta-se o caráter contratual, que permite sejam regidas primordialmente por normas derivadas da autonomia da vontade, de molde a disciplinar os interesses privativos dos sócios.

Assim o funcionamento e a organização de uma sociedade fechada, em que confundem acionistas, administradores e controladores, é bastante diverso do da companhia aberta, baseada aquela no interesse particular dos sócios que a constituíram.(grifo nosso)

Os vínculos pessoais que levaram à formação da companhia fechada devem assim permanecer durante toda a sua existência, sendo mesmo o fundamento fático de sua própria continuidade. Seus acionistas não são meros investidores de capital, mas, fundamentalmente, colaboradores na realização do interesse comum, que motivou a aplicação de seus capitais e a própria criação da sociedade."⁵³

Por essas razões, reconhece-se um *affectio* entre os sócios da sociedade

⁵² Ac. do TJSP – Ap. Civ. nº 003.299-4/0 – rel. Des. Mohamed Amaro – j. 19.02.1998 – *apud* Messina, Paulo de Lorenzo e Forgioni, Paula. "Sociedades por Ações. Jurisprudência. Casos e Comentários". São Paulo, RT, 1.999, pp. 316-318.

⁵³ CARVALHOSA, Modesto. Em parecer elaborado para Geraldo Mantovani e GM – Geraldo Mantovani Engenharia Indústria e Comércio Ltda. Disponível no site <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3408>.

anônima fechada, de grande relevância para os negócios desta, que não estão presentes na sociedade anônima aberta.

4. DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS SEGUNDO O ART. 109 DA LEI 6.404/76.

Quando as grandes sociedades anônimas começaram a expandir a captação de capitais e com isso procurar um novo perfil de investidores, obtendo a participação de grandes camadas da população, surgiu o problema da proteção às minorias⁵⁴.

Essa participação de um grande número de investidores acabou com a antiga concepção aristocrata da sociedade anônima, possibilitando assim a democratização do capital.

Com a implementação de um mercado de títulos e valores mobiliários, em especial, o das ações emitidas pelas sociedades anônimas, dever-se-ia adotar uma série de medidas coibidoras dos abusos tão flagrantes e impunemente cometidos⁵⁵ por parte dos acionistas controladores, em prejuízo dos minoritários. Por isso surgiu a lei 6.404/76 que, apesar de não resolver o problema, fortaleceu a posição dos

⁵⁴ BULGARELI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. Editora Pioneira. São Paulo. 1977. p.12.

⁵⁵ Hernani Estrela, em conferência realizada no Instituto dos Advogados de São Paulo, desvenda, com rara acuidade, as fraudes comuns em nosso meio por parte dos acionistas controladores. Descreve ele que “seria difícil, senão quase impossível, enumerar e descrever os processos que são postos em prática pelos órgãos dirigentes de certas sociedades anônimas, a fim de sonegarem lucros ou não distribuir. Todos os expedientes e artifícios, alguns cavos e vulgares, outros elaborados com requintada astúcia, entram em ação. A fertilidade e o engenho são tais que desafiam, por vezes, até os versados em contabilidade, dificultando-lhes a localização da fraude. As regras da técnica contábil sobre o bom arranjo da escrituração, e as normas legais a cerca da confecção do balanço, são com frequência falseadas, sem que o vício fique rastro visível. Mas mesmo fora desses casos, a ocultação do lucro costuma ser feita, com aparente observância da lei e segundo os ditames da ciência contábil. Notadamente o balanço do exercício, apesar de legalmente padronizado, quanto aos componentes ativos e passivos e, também, quanto ao critério a seguir nas avaliações, representa, para a generalidade dos acionistas, um jogo intrincado de parcelas e cifras, um verdadeiro enigma... Não admira, portanto, que não o examinem nem tentem interpretá-lo, completando-o como qualquer coisa que foge ao entendimento comum... É aí, porém, que se vai inserir o transunto das diversas contas, através das quais o lucro poderá intencionalmente minguar”, ou até diluir completamente. BULGARELI, Waldírio. op. cit. p. 7-8.

minoritários.

Os acionistas, independente de sua participação no capital social da companhia, são titulares de direitos mínimos, que não podem ser revogados por estatutos ou pelas assembleias-gerais. São os *Sonderrechte* dos autores alemães, ou os direitos adquiridos impostergáveis, *Wohlerworbene Rechte*.

Esses direitos podem constituir *exigibilidades individuais* ou *oponibilidades individuais*. No primeiro caso, tem o acionista individualmente certos poderes positivos contra os órgãos sociais, ou contra a maioria; no segundo caso, tem o acionista individualmente a faculdade de opor-se a providências tomadas pelos órgãos da sociedade ou a deliberações da maioria⁵⁶.

No entanto, não se deve confundir *direitos individuais* com *direitos da minoria*. Os primeiros aplicam-se a qualquer acionista independentemente do número de ações que detenha. Já os direitos das minorias pressupõem a existência de um bloco significativo de ações possuídas por um ou mais acionistas não detentores de controle⁵⁷.

A Lei n.º 6.404/76 traz em seu texto inúmeras referências a acionistas minoritários, são elas: § 3º do art. 109; alíneas “a” e “c” do § 1º do art. 117; alínea “a” do § 4º do art. 161; § 1º do art. 202; § 2º do art. 215; § 4º do art. 254-A; art. 276 e parágrafos. Essas expressões às vezes são utilizadas com sentido mais restrito ou mais amplo, sem, contudo, uma referência ser mais correta do que a outra.

Essa mesma lei consagrou, em seu art. 109, os chamados *direitos essenciais* dos acionistas:

“Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

⁵⁶ BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. Editora Forense. Rio de Janeiro. 1973. p. 495.

⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. V. 2. Editora Saraiva. São Paulo. 1997. p. 289.

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

A seguir, serão analisados os incisos deste artigo e os respectivos direitos assegurados aos acionistas.

4.1. PARTICIPAÇÃO NOS LUCROS SOCIAIS

O próprio artigo 109 diz que “nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista” de participar dos lucros.

Segundo Modesto Carvalhosa, “o direito de participar dos lucros sociais insere-se expressamente dentre aqueles de caráter individual, cabível a todos os acionistas, respeitados os diferentes regimes de distribuição de dividendos previsto no estatuto para cada espécie ou classe de ações”⁵⁸.

Apesar de ser um direito tanto dos controladores quanto das minorias, esta última categoria, justamente por não possuir o *poder* dos primeiros, se encontra numa

⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 295.

situação desfavorável quando da apuração desses valores.

Na distribuição dos dividendos⁵⁹, também não pode haver distinções entre titulares de ações da mesma categoria. No entanto é possível que uma companhia, além das ações ordinárias, possua ações preferenciais de mais de uma classe, com direitos diferentes quanto a dividendos. Esta igualdade, portanto, é entre acionista da mesma classe, e não, por exemplo, entre todos os titulares de ações preferenciais de classes diferentes emitidas pela companhia.⁶⁰

Como visto, o direito aos lucros sociais decorre da própria lei. O seu exercício, todavia, depende de um *fato* jurídico que pode não ocorrer em determinadas épocas que é a apuração real de um lucro societário num determinado período. Ocorrido o *fato*, pode o acionista exercer o seu direito individual de obrigar a companhia a distribuí-lo⁶¹.

Porém, se a sociedade anônima é devedora do INSS, não pode o acionista exercer esse direito, já que a lei do custeio da seguridade social proíbe a distribuição de lucros nas sociedades com débito previdenciário (Lei nº 8.212/91, art. 52)⁶². Também será negado os direitos aos dividendos nos estritos casos previstos no art. 202 da Lei das S/A's⁶³.

⁵⁹ Segundo Carvalhosa, “discute-se, em doutrina, sobre a **eventual** diferença entre o direito ao lucro e direito ao dividendo. Há autores que emprestam ao primeiro um caráter abstrato e ao segundo, uma *feição concreta*. Em consequência, o direito de participar dos lucros constituiria uma declaração programática de um princípio abstrato que iria projetar-se sobre lucros concretos e determinados. E o direito ao dividendo teria um conteúdo mais concreto e definido, colocando o acionista na posição de credor perante a companhia, muito embora esse direito saísse por inteiro da órbita societária, a ponto de converter-se em puro direito de terceiro”. Op. cit. p. 301.

⁶⁰ BATALHA, Wilson de Souza Campos. Op. cit. p. 499-500.

⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 296

⁶² COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 11º ed. Saraiva. São Paulo. 1999. p. 188.

⁶³ Art. 202: (...)§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: I - companhias abertas

Apesar do exercício do direito ao dividendo depender da ocorrência do fato, em cada período, de resultados positivos pela companhia, “não se pode confundi-los com direitos condicionais ou eventuais, pois o direito eventual ou condicional só se adquire senão quando o evento ou a condição verificar-se”⁶⁴, isto é, não ocorrido o evento ou a condição, o direito se extingue.

Já o direito ao lucro não se enquadra nessa categoria, pois, mesmo que num determinado período a condição para seu exercício não ocorra, o direito ainda existirá, podendo ser exercido nos exercícios seguintes em que o fato venha a ocorrer, ou seja, a apuração de resultados positivos por parte da companhia.

4.2. PARTICIPAÇÃO NO ACERVO DA COMPANHIA, EM CASO DE LIQUIDAÇÃO.

O direito de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação, não se confunde com o direito a participação nos lucros ou dividendos.

Diferentemente do direito ao lucro ou dividendo, o direito de participar do acervo da companhia é eventual ou condicional, isto é, se não for realizada a condição - liquidação da companhia -, ele jamais se efetivará, sendo inoponível a companhia⁶⁵.

Ao final da liquidação, todos acionistas tem direito, a uma fração do

exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I. § 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia. § 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

⁶⁴ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 297.

⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 304

patrimônio social correspondente à quota com que se participa no capital da companhia. Isso se o balanço da liquidação da sociedade indicar ao final saldo positivo.

Feito o pagamento ao sócio do remanescente positivo da liquidação, extingue-se a relação de acionista, ainda que a companhia mantenha sua personalidade jurídica até a sua extinção.

No entanto, esse direito não é prioritário em face de terceiros. Primeiro paga-se aos credores, depois aos titulares de partes beneficiárias (art. 48 § 3º da lei 6.404/76⁶⁶). O remanescente, se positivo, pertence aos sócios.

Apesar da legislação garantir a todo acionista o direito de participar do acervo da companhia liquidada, poderá o a lei ou o estatuto priorizar certas classes de ações (preferenciais) no reembolso do capital, cabendo aos titulares dessas ações uma vantagem na repartição do acervo líquido da companhia⁶⁷.

Segundo o art. 215, § 1º, é facultado à assembléia geral aprovar, pelo voto de acionistas que representem noventa por cento, no mínimo, das ações depois de pagos ou garantidos os credores, condições especiais para a partilha do ativo remanescente, com a atribuição de bens aos sócios, pelo valor contábil ou outro por ela fixado.

No entanto, se essas condições especiais vierem a favorecer à maioria, em detrimento da minoria, afetando a parcela que lhe tocava, se provado por acionista dissidente, implicará na indenização pelos acionistas majoritários aos minoritários, pelos prejuízos apurados (art. 215, § 2º).

⁶⁶Art. 48 – (...) § 3º No caso de liquidação da companhia, solvido o passivo exigível, os titulares das partes beneficiárias terão direito de preferência sobre o que restar do ativo até a importância da reserva para resgate ou conversão.

⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 303

4.3. FISCALIZAR A GESTÃO DOS NEGÓCIOS SOCIAIS.

Pode-se dizer que é um dos direitos mais importantes do acionista, permitindo, tais sejam os meios concedidos para isso, manter-se a par da marcha da sociedade, acompanhando o desenrolar das atividades preferenciais⁶⁸.

Segundo a opinião de Modesto Carvalhosa⁶⁹, a redação do inciso III do art. 109 deveria ser ampliada para “direito de fiscalizar e de ser informado dos negócios sociais”.

Ainda segundo Carvalhosa, “a iniciativa de manter o acionista informado constitui encargo da companhia, através de seus órgãos de administração, notadamente quando se trata de companhia aberta”⁷⁰.

Dentre esses atos de iniciativa da companhia, deve o administrador da companhia aberta informar os valores mobiliários de que é titular, quer de emissão da companhia, quer de emissão de sociedades controladas ou do mesmo grupo (art. 157); deve informar aos acionistas, em relatório circunstanciado, as razões da não-distribuição de dividendos (art. 202); deve revelar prontamente a existência de atos e fatos que possam influir na cotação e no curso dos valores mobiliários de emissão da companhia (art. 157). Já ao Conselho Fiscal cabe informar aos acionistas sobre erros, fraudes ou crimes que os membros deste órgão descobrirem, bem como das providências que a respeito sugerirem (art. 157).

Deve ainda o Conselho Fiscal fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas, que representam, no mínimo, cinco por cento do capital social, informações sobre matérias de sua competência (art. 163, § 6º).

Sobre esse assunto, Vera Ribeiro completa:

⁶⁸ RIBEIRO, Vera de Paula Noel. *A Minoria na S.A. Forense*. Rio de Janeiro, 1991

⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 304.

⁷⁰ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 304

“Atua, assim, o Conselho Fiscal como órgão dos acionistas, mas com inflexão à proteção dos minoritários, tanto na sua constituição, quando poderão eleger um membro⁷¹, como quanto ao seu funcionamento, na solicitação de informações à direção ou à auditoria, e ainda devendo atender à minoria quando esta solicite informações.”⁷²

No entanto, não pode o direito à informação se tornar um empecilho à boa marcha da administração, que poderia ser perturbada por contínua e impertinente fiscalização. Em razão disso, a lei regulamenta esse direito do acionista.

Por isso que a lei ressalva que o direito de fiscalizar está contido nos limites estabelecidos pela lei – “na forma prevista nesta lei” – como textualmente enuncia a regra em estudo.

Nesse sentido, Modesto Carvalhosa ensina:

“O interesse pessoal não prevalece no caso, seja no que respeita ao agente, seja no que se refere aos membros dos órgãos da companhia atingidos pelas medidas propostas de fiscalização e de inspeção.

Dessa forma, a lei exige, quase sempre, que esses direitos sejam exercidos pelos acionistas possuidores de um número mínimo de ações. Daí serem tais prerrogativas atribuídas aos acionistas minoritários e não aos acionistas em geral, levando-se em conta a distinção que antes fizemos entre direitos indivíduos e direitos da minoria.”⁷³

O acionista minoritário, embora não participe da direção da sociedade, deve se valer dos meios legais necessários para exercer um controle eficaz sobre a gestão social.⁷⁴

Além do mais, o exercício desses direitos por parte da minoria, visa também à verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos

⁷¹ Art. 161. (...)§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os **acionistas minoritários**, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto.

⁷² RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 47.

⁷³ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 305.

⁷⁴ RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 48

controladores.

Se houver “qualquer cerceamento ou impedimento, por ação ou omissão do exercício desses direitos, poderá ser objeto de medida judicial de nulidade do ato ilegal praticado, e de reparação por perdas e danos cabíveis”⁷⁵.

Dada a importância da fiscalização da gestão, através da Instrução nº 308/99, a CVM regulamentou o papel do auditor independente. Em virtude da importância do auditor para a credibilidade do mercado, na medida em que zela pela fidedignidade das demonstrações contábeis da entidade auditada, pode-se concluir que as novas regras referentes à obrigatoriedade de rotatividade dos auditores, após prestar serviços para o mesmo cliente pelo prazo de cinco anos consecutivos, bem como à proibição de prestação de serviços de consultoria à entidade auditada, que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência, são extremamente relevantes para garantir maior independência aos auditores. A qualidade e a fidedignidade das demonstrações contábeis são requisitos básicos para um mercado eficiente⁷⁶.

4.4. PREFERÊNCIA NA SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES, PARTES BENEFICIÁRIAS CONVERSÍVEIS EM AÇÕES, DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES E BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO.

A lei garante aos acionistas da companhia o direito de subscrever, com preferência de ordem, os valores emitidos por ela, na proporção de sua participação anterior no capital.

Tem por fim garantir ao acionista a posição que o mesmo ocupa na

⁷⁵ VALVERDE. Sociedades por ações. cit., v. 2. p. 40 *apud* CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 306.

⁷⁶ ANDREZO, Andrea Fernandes. op. cit. , p. 14.

sociedade no caso de aumento de capital, isto é, “manter o *status quo* patrimonial dos sócios, que se traduz pela conservação do percentual do capital social que inicialmente subscreveram a companhia”⁷⁷, buscando manter assim as posições acionárias dos antigos sócios.

Conforme os ensinamentos de Carvalhosa:

“A conservação dessa proporcionalidade não tem apenas sentido patrimonial; repercute nos direitos de natureza pessoal do acionista, notadamente porque a lei exige porcentagem mínima de ações para o exercício dos direitos da maioria.

Esse princípio legal de isonomia impede que ocorra a diluição das participações dos não controladores a favor dos controladores, que têm poderes para propor o aumento sucessivo do capital social.

Embora o direito de preferência não se confunda com o que assegura ao acionista o dividendo ou a sua participação no acervo final da companhia, é ele diretamente propiciatório dos mesmos, na medida em que permite ao acionista manter a proporção inicial de participação no capital.”⁷⁸

Pode o acionista ceder seu direito de preferência. “Esse direito de preferência é patrimonial e tem valor próprio. Pode o acionista que não desejar, ou que, por falta de recursos financeiros, esteja impossibilitado de usar de sua preferência na subscrição de novas ações, negociar esse direito com terceiro interessado”⁷⁹.

O prazo de exercício do direito de preferência não poderá ser inferior a 30 dias e será fixado por estatuto ou assembléia geral (art. 171, § 4º).

No entanto, a lei 6.404/76 também estendeu o direito de preferência à subscrição de bônus, partes beneficiárias e debêntures⁸⁰ conversíveis em ação. “Fé-lo

⁷⁷ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 307.

⁷⁸ CARVALHOSA, Modesto. Idem.

⁷⁹ RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 49.

⁸⁰ “Debêntures (do latim *debo*, *debui*, *debitum*, que significa dever, obrigação) são títulos de crédito emitidos pelas sociedades anônimas, em decorrência de empréstimos por elas obtidos junto ao público”. Retirado de http://www.direitoemdebate.net/art_debentures.html.

com o mesmo fundamento de proteção aos acionistas em geral contra a diluição do capital social. Isto porque a emissão desses valores mobiliários também pode ser utilizada pelos controladores como instrumento de diluição do percentual dos acionistas minoritários no capital social”⁸¹.

Excepcionalmente, a preferência pode ser excluída dos direitos essenciais do acionista. Segundo o art. 172, o estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263.

4.5. RETIRAR-SE DA SOCIEDADE NOS CASOS PREVISTOS EM LEI.

O direito de recesso representa “um corretivo ao princípio majoritário, no sentido de que, em face de alguma mudança mais importante da estrutura ou dos fins sociais, o ordenamento procura proteger o sócio singular que se sinta prejudicado ou mesmo contrário a tal modificação”⁸².

Funda-se no interesse do acionista individual que decide não permanecer vinculado a uma sociedade cujas transformações institucionais operadas por decisão coletiva não logram alcançar a sua concordância⁸³.

O direito de retirada (ou de recesso) permite ao acionista liquidar a sua participação na companhia sem precisar procurar um eventual comprador de suas ações no mercado acionário, se companhia aberta, ou diretamente entre particulares, se

⁸¹ Exposição de Motivos do Projeto do Executivo, *apud* CARVALHOSA, Modesto. *Idem*

⁸² BARBIERA, Lélío. *Diritti Individuali Amministrativi degli Azionisti in Grandi Problemi...*, cit., v. 5, pág. 983 *apud* RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 50.

⁸³ BARBIERA, Lélío. op. cit. p. 983 *apud* CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 309.

fechada⁸⁴.

Sobre esse assunto, Modesto Carvalhosa completa:

“Constitui preceito de ordem pública, inscrito pelo legislador entre os direitos individuais do acionista. Daí decorre constituir o recesso prerrogativa intangível e inderrogável pelo estatuto ou pela assembléia geral, sendo, outrossim, irrenunciável.

A renúncia pelo acionista a esse direito, ainda que só para um determinado caso, é nula, como também será qualquer cláusula estatutária ou deliberação da assembléia geral que exclua, dificulte ou protele o seu exercício.”⁸⁵

No entanto, parte da doutrina entende que o acionista só poderá exercer o direito de retirada se seu direito tiver sido atingido. Nesse sentido, Wilson de Souza Campos Batalha ensina:

“Não basta apenas a ocorrência de qualquer das hipóteses taxativamente enunciadas na lei: é indispensável a possibilidade de prejuízo. o preceito, norteador pelos propósitos de proteger as minorias contra as arbitrariedades da maioria, não pode converter-se em fonte de abusos e locupletamentos. Na prática têm ocorrido hipóteses em que a modificação beneficia o acionista retirante, mas este prefere o exercício do direito de retirada porque o valor patrimonial de sua ação supera o valor de negociação em bolsa. É evidente, porém, que o direito não pode legitimar esse tipo de retirada, achando-se o seu exercício subordinado à existência de prejuízo, efetivo ou, pelo menos, potencial.”⁸⁶

Mas existe uma segunda corrente doutrinária que sustenta que o acionista não necessita provar o seu interesse para exercer o direito de retirada. Fábio Konder Comparato escreve:

“A doutrina reconhece, portanto, sem discrepância, que o direito de recesso do sócio dissidente de deliberação social não constitui uma sanção do ato ilícito praticado pela maioria, não representa uma forma de indenização. Se o fosse, o sócio recedente seria obrigado a provar o prejuízo sofrido para exercer a retirada, quando na verdade, o recesso

⁸⁴ BARBIERA, Lélío. op. cit. p. 983 *apud* CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 310.

⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto. op. cit. p. 310.

⁸⁶ BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Comentários*. 1977, II, p. 645 *apud* RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 93.

atua como uma espécie de denúncia vazia.”⁸⁷

A nova redação dada ao art. 137⁸⁸ pela Lei 10.303/2001, que trata do direito de retirada, deixou mais clara os casos em que é possível ou não exercer esse direito.

A tendência, atualmente, é de restringirem-se as hipóteses de recesso o mais possível (como na Itália) ou o exercício desse direito (como na Espanha) para se evitar problemas internos⁸⁹.

O direito de retirada, de acordo com a maneira que é exercido e a fórmula de pagamento das ações, consiste numa importante ferramenta do acionista minoritário, permitindo que se retire recebendo o seu efetivo quinhão da sociedade.

⁸⁷ COMPARATO, Fábio Konder. Em *RT*, setembro /1982, pág. 50 *apud* RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 94.

⁸⁸ Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas; II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação; III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades; (...)

⁸⁹ BULGARELI, Waldírio *apud* RIBEIRO, Vera de Paula Noel. op. cit. p. 100.

5. CASO DE CONFLITO ENTRE ACIONISTAS – LOJAS RENNER S/A.

Em 1999, a CVM abriu inquérito administrativo⁹⁰ para verificar o uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários na negociação de ações de emissão de Lojas Renner S/A nos meses de dezembro de 1998 e janeiro de 1999, através do qual ficou apurado um tratamento desigual, por parte da J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda., aos acionistas minoritários de Lojas Renner S/A, cujo controle a primeira empresa vinha de adquirir.

Apesar de ter sido uma briga que não chegou a parar na Justiça, o Caso Renner representa um dos grandes problemas que podem surgir entre interesses de acionistas majoritários e minoritários. Tão importante foi esse caso que a CVM até chegou a emitir novas instruções normativas para deixar mais clara as regras sobre práticas não eqüitativas.

Através de compras fragmentadas de ações, e induzindo acionistas a erro, concretizou-se uma espécie de fechamento branco de capital, onde os acionistas, ao arbítrio da parte compradora, foram tratados como se pertencessem a categorias diferentes, de modo que o mesmo bem foi comprado a uns e a outros a preços substancialmente diversos.

Fazendo-se uma análise dos preços praticados para a oferta pública de compra das ações de Lojas Renner S/A e para as negociações posteriores, percebem-se os quão diferentes eles foram, variando, em poucos dias, de R\$ 25,00 o lote de mil (dezembro de 1998), para R\$ 37,61 (janeiro de 1999). Assim, alguns acionistas venderam suas ações por um preço, e outros por preço majorado em cerca de 50% (cinquenta por cento). E ainda um terceiro grupo remanesceu na empresa.

Além do mais, a J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda., com o assessoramento do Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia, não

⁹⁰ Inquérito administrativo CVM Nº 05/99.

deu a todos os acionistas de Lojas Renner S/A, as mesmas condições de negociação, pois houve prévio processo de negociação para os acionistas detentores de posições relevantes, quer acionistas ordinários quer preferencialistas, realizado tanto por iniciativa desses acionistas como por iniciativa da J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda., ocorrendo transações através de negociações privadas e através do leilão realizado em 19.01.99, colocando os acionistas detentores de posições relevantes em flagrante posição de vantagem em relação aos demais acionistas da Companhia.

Para piorar a situação, a J. C. Penney trouxe ao conhecimento da CVM que tencionava adquirir tão somente 70% das ações preferenciais, ao preço de R\$ 25,00 o lote de mil ações. No entanto, poucos dias depois e de uma hora para outra, achou conveniente a compra de 98% das ações preferenciais e ao preço de R\$ 37,61 pelo mesmo lote.

Certamente, os que efetivaram a venda de seus títulos por ocasião da oferta pública foram induzidos a erro, ao negociarem as ações por R\$ 25,00, pois, já naquele momento, a J. C. Penney pretendia comprar mais títulos, embora o negasse e a preço diverso. De modo que o grupo que alienou suas ações ao preço de R\$ 25,00 perdeu, tratado diferentemente que foi, em face do que veio a ser pago aos titulares das mesmas ações, que receberam R\$ 37,61.

O terceiro grupo remanescente da empresa, acuada nos ínfimos limites de 1% do total das ações preferenciais, acabou sendo esvaziados de poder, de liquidez dos títulos, e de posse, além também de possuir agora um ativo esvaziado de atratividade, configurando claramente um prejuízo.

O que ocorreu no Caso Renner foi um fechamento de capital dissimulado, com 98% do capital em mãos da compradora, e pouco mais de 1% pulverizado em mãos de minoritários.

No final do inquérito, os acionistas minoritários conseguiram elevar o preço da oferta de R\$ 26,50 para R\$ 37,50. A J. C. Penney Brasil Investimentos Ltda. foi condenada à pena de multa no valor de R\$ 500.000,00.

Em 2003, a 6ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJ-RS)⁹¹ condenou J.C. Penney (acionista majoritário) a reembolsar ao IRB (acionista minoritário) no Caso Renner. A J.C. Penney Brasil Comercial Ltda foi condenada por irregularidades na venda de ações de Lojas Renner S/A. O valor do ressarcimento ao IRB (Instituto de Resseguros do Brasil) foi fixado em R\$ 1,8 milhão, com correção monetária.

Segue abaixo decisão do Acórdão:

“TIPO DE PROCESSO: Apelação Cível

NÚMERO: 70006446447

RELATOR: Carlos Alberto Álvaro de Oliveira.

APELANTE: INSTITUTO DE RESSEGUROS DO BRASIL-IRB

APELADO: LOJAS RENNER S/A.

APELADO: JC PENNEY BRASIL COMERCIAL LTDA.

(...)Em face do exposto, rejeitadas as preliminares e confirmada a ilegitimidade passiva *ad causam* de Lojas Renner S/A, dou provimento em parte ao recurso para condenar J. C. Penney Brasil Comercial Ltda. a ressarcir os prejuízos sofridos pelo autor, no valor de R\$ 1.818.614,20, que corresponde à diferença entre R\$ 25,00 e R\$ 37,61 por lote de 1.000 ações, valor que deverá ser corrigido pela variação do IGP-M/FGV a partir de 19.1.1999, acrescido de juros moratórios de 6% ao ano e à taxa de 12% a partir da vigência do novo Código Civil (art. 406, comb. com o art. 161, § 1º, do CTN), a contar do recebimento da notificação extrajudicial. (...)”

Em 2005, a Lojas Renner S/A anunciou⁹² a inédita distribuição de 100% do capital no mercado. Pela primeira vez, uma empresa do país pulverizou 100% de seu capital no mercado, eliminando a tradicional figura do acionista controlador que dá as

⁹¹ Notícia divulgada no site http://www.universia.com.br/html/investnews/vernoticia_dhgbbi.html.

⁹² Notícia divulgada no site Portal Exame.

cartas no negócio.

No novo modelo adotado pela Lojas Renner S/A, todas as ações são ordinárias. Os acionistas, reunidos em assembléia, elegem o Conselho de Administração que, por sua vez, indica a diretoria executiva, num sistema semelhante ao de uma eleição presidencial.

A pulverização, porém, não impede que um investidor ou um grupo de investidores possa assumir, no futuro, o controle da empresa, por meio de sucessivas ofertas de compra de ações. Pelo novo estatuto da rede varejista, todo acionista que atingir uma participação de 20% no capital da empresa terá duas opções: ou vender uma fração das ações, mantendo-se abaixo de 20%, ou fazer uma oferta pública para a compra da totalidade dos papéis.

Caso escolha a segunda opção, o investidor será obrigado a comprar as ações de todos os interessados, mesmo que esses papéis não totalizem 100% do capital. Assim, após uma oferta deste tipo, o investidor pode terminar não com todos, mas com 40% do capital da empresa, por exemplo – o que já caracterizaria um grande passo para assumir sozinho seu controle. Além disso, nada impede que o investidor faça uma segunda oferta, posteriormente, ampliando ainda mais sua fatia.

Mas o principal interesse na pulverização e nas cláusulas que obrigam o interessado a realizar ofertas públicas é defender o interesse de todos os acionistas, pois, caso haja a transferência dos papéis para um controlador, o interesse de todos será preservado.

CONCLUSÃO

O regime jurídico do acionista minoritário ainda é um assunto que levantará diversas discussões, apesar da melhora na legislação, principalmente após a “Era da Desestatização”.

Nesta época, um período negro para o mercado de capitais brasileiro, o *tag along*⁹³ havia sido retirado da Lei das Sociedades Anônimas por conta das privatizações que iam ocorrer.

As privatizações, especialmente a do sistema Telebrás, em 1998, deixaram ainda mais claro o abismo que existia entre controladores e minoritários. O governo vendeu as companhias embolsando prêmios de controle, enquanto os minoritários sequer tiveram direito de vender seus papéis, em alguns casos.

Depois das privatizações, vieram os fechamentos de capital a preços baixos. O alto custo para manter uma companhia aberta somados com baixo retorno financeiro no lançamento das ações no mercado acabou por desestimular a abertura do capital das sociedades.

A existência de ações preferenciais e ordinárias também é considerada um dos fatores da geração de problemas entre majoritários e minoritários. O fato de um acionista deter uma ação e não ter um mínimo de poder (entenda-se “direito ao voto”)

⁹³ Extensão do prêmio de controle. É um direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente pode ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle. Pela nova lei, as ações preferenciais, em companhias abertas, têm de oferecer aos investidores pelo menos uma entre três vantagens sobre as ordinárias: a) dividendo de, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido; b) dividendo pelo menos 10% maior que o atribuído a cada ON; c) direito de receber o prêmio pago pelo controle no caso de venda da empresa, conhecido como *tag along*. Retirado do site da Bovespa.

na gestão da companhia faz com que este acionista seja um mero “torcedor de arquibancada”, esperando ver o seu time vencer, mas sem condições de treinar e dirigir sua equipe.

O Brasil demorou na modificação do marco legal referente ao mercado de capitais, ao mesmo tempo em que a economia brasileira, no curso dos anos 90, passou a sofrer profundas transformações em suas estruturas produtiva, financeira e tecnológica, desencadeadas fundamentalmente pelo término do regime de economia fechada e coadjuvadas pelo processo de desestatização. Resultou dessa assincronia uma inadequação patente entre as imposições legais e as novas necessidades produtivas, financeiras e tecnológicas ditadas pela transformação estrutural da economia brasileira, necessidades que não podem mais ser atendidas nos moldes do antigo padrão de financiamento, apoiando no Estado e em empréstimos externos obtidos junto ao sistema bancário.⁹⁴

As modificações ocorridas em 2001 na Lei 6.404/76 visam modificar a filosofia quanto aos acionistas minoritários. Quanto mais depressa às empresas mudarem de atitude em relação aos minoritários mais depressa terão investidores que capitalizarão as companhias.

A adequação do marco legal à realidade é necessária para permitir a capitalização das empresas brasileiras em bases ampliadas e sustentáveis, sem dependência temerária de capitais externos. É necessária também para pavimentar o terreno para que ocorram processos de reestruturação societária indispensáveis às empresas brasileiras para que possam competir num ambiente marcado por forte acirramento da concorrência.

A criação por parte da BOVESPA do denominado Novo Mercado - segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se

⁹⁴ Retirado do texto de justificativa do projeto de Lei do deputado Antonio Kandir que altera a Lei das Sociedades Anônimas e a Lei que disciplina o mercado de valores mobiliário e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa⁹⁵ e *disclosure*⁹⁶ adicionais em relação ao que é exigido pela legislação – é também mais um estímulo ao Mercado de Capitais pois oferece ao acionista minoritário uma segurança adicional.

A engenharia das modificações presentes na atual Lei das S/As consiste em estabelecer equilíbrio eficiente entre os interesses dos controladores e dos acionistas minoritários. As modificações tratam, pois, de remover obstáculos e reduzir incertezas que desestimulam a abertura de capital e dificultam reorganizações societárias, ao mesmo tempo em que cuidam de assegurar, de forma clara e compatível com a democratização efetiva do capital, os direitos dos acionistas minoritários.

⁹⁵ Práticas e relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Estas práticas abrangem os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais. Retirado do *site* da Bovespa.

⁹⁶ Transparência na política empresarial, focada em informar todos os fatos relevantes da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andrea Fernandes. **A necessidade de maior transparência das informações e orientação dos investidores para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. I** Concurso de Monografia CVM. 1999.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. Editora Forense. Rio de Janeiro. 1973.

BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo. Editora Abril Cultural, 1984.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. 8º ed.

BULGARELI, Waldírio. **A proteção às minorias na sociedade anônima**. Editora Pioneira. São Paulo. 1977.

BULGARELI, Waldírio. **Manual das Sociedades Anônimas**. Editora Atlas. São Paulo. 10º edição. 1998. p. 236

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 446.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. V.1 e V. 2**. Editora Saraiva. São Paulo. 1997.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 11º ed. Saraiva. São Paulo. 1999.

COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 3º edição revista atualizada e corrigida. Rio de Janeiro. Ed. Forense, 1983.

MESSINA, Paulo de Lorenzo e FORGIONI, Paula. **Sociedades por Ações. Jurisprudência. Casos e Comentários**. São Paulo, RT, 1.999.

RODRIGUEZ, Gregório Mancebo. Em artigo disponível em <http://www.animec.com.br>.

MEDEIROS, Paulo de Tarso. **O que é o mercado de ações**. Rio de Janeiro, Coleção Bolsa de Valores, 1987, 3ª edição.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais” *in Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999,

OLIVEIRA, Fernão Justen de. **Abuso de Direito do Acionista Minoritário**. Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre. Curitiba, 1997.

PEREIRA FILHO, Francisco Lúcio. **A efetiva proteção jurídica dos minoritários como meio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. Monografia de final de curso. Brasília: UniCEUB, 2002.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2003. 23º ed.

RIBEIRO, Vera de Paula Noel. **A Minoria na S.A**. Forense. Rio de Janeiro, 1991.